

В.В.Козюк, д-р екон. наук

Тернопільський державний технічний університет імені Івана Пулюя

КООРДИНАЦІЯ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ: ІНТЕГРАЦІЯ СТАРИХ І НОВИХ ІДЕЙ

Проаналізовано теоретичні підходи до проблеми координації фіскальної та монетарної політики. На основі емпіричного аналізу встановлено такий характер мікс-політики: фіскальна політика виконує роль автоматичного стабілізатора, а монетарна забезпечує цінову стабільність, унаслідок чого перша є гнучкою, а друга – консервативною. Це явище може детермінуватися глобалізацією, остання ж не є такою потужною, щоб справляти уніфікуючий вплив на варіанти мікс-політики у розвинених країнах.

Глибокі структурні зрушення, обумовлені глобальною інтеграцією і посиленням глобальної конкуренції, не тільки трансформують засади реалізації макроекономічної політики, а і вимагають нового погляду на внутрішні складові системи макрорегулювання. Інституційні зміни у сфері організації центральних банків, з одного боку, і модифікації засад реалізації фіскальної політики з яскраво вираженою тенденцією до формалізації правил і кодексів поведінки у сфері податково-бюджетних заходів – з іншого, ставлять питання про їх координацію. Важливість цього питання спричинена трьома базовими тенденціями, які мають теоретичне і суто емпіричне й евентуальне пояснення. По-перше, саме з глобалізацією пов'язують процес трансформації функцій реакцій центральних банків в напрямку підвищення значення параметру реагування на інфляцію та її варіації. Більше за те, значні ризики інфляції в сучасних умовах (відплив капіталу, погіршення алокаційної ефективності економіки, гальмування структурних зрушень, реальна ревальвація і ризик валютних криз, посилення вразливості фінансово-банківського сектора в умовах підвищення волатильності потоків капіталу і валютних курсів) спонукають не тільки центробанки, а й уряди до усвідомлення необхідності забезпечення цінової стабільності¹.

По-друге, теоретичний і практичний інтерес до проблеми координації, як правило, активізується в умовах складних макроекономічних дилем, коли ті чи ті шоківі ситуації вимагають оптимальної реакції з боку урядів і центробанків задля стабілізації ситуації або ж коли наочні приклади некоординованої політики призводять до завищеної інфляції/високих утрат ВВП. А.Блайндер стверджує, що інтерес до проблеми координації в теорії та практиці особливо загострився на початку 1980-х років, коли експансивна фіскальна політика і рестриктивна монетарна призвели до "захмарного" зростання відсоткових ставок (sky high), притому, що зворотний зв'я-

¹ *Wagner H. Implications of Globalization for Monetary Policy // IMF Working Paper, 2001. – WP/01/184. – P. 1–62; Wildasin D. Factor Mobility and Fiscal Policy in the EU: Policy Issues and Analytical Approaches // Economic Policy. – 2000. – № 31. – P. 337–378.*

зок між зростанням грошової маси M1 і зміною показника бюджетного надлишку, зумовленого рівнем зайнятості, впродовж 1960–1970-х років свідчить на користь неявної координації політики Адміністрації США і ФРС². Екстраполяція такої закономірності, як посилення уваги до координації в умовах складної макроситуації, на сучасність також демонструє, що інтерес до цієї проблеми зростає. Обумовлено це, зокрема, тривалою рецесією в Японії в 1990-х роках, проблемою глобальної дефляції та фінансової нестабільності, тривалим падінням світових відсоткових ставок, потрясіннями на фінансових ринках і декапіталізацією ринків нової економіки, проблемою макрореакції США на стрес 2001 року і негативні екстерналії подвійних дефіцитів для глобальної економіки.

По-третє, валютна інтеграція в Європі породила нову хвилю досліджень у сфері координації фіскальної та монетарної політики, оскільки делегування ЄЦБ мандату на забезпечення цінової стабільності в зоні євро супроводжується наявною фіскальною децентралізацією. Ключові макроекономічні документи Європейського валютного союзу також містять дещо відмінне розуміння структури і характеру макроекономічного механізму: жорсткі умови конвергенції та вимоги до додержання відповідних монетарних і фіскальних критеріїв, зазначені в Маастрихтському договорі, послаблюються так званім Амстердамським пактом (Пакт про стабільність і зростання). Останній покликаний уточнити критерії 3% бюджетного дефіциту і 60% державного боргу відносно ВВП в контексті тих чи тих структурних проблем, що суттєво підвищує гнучкість фіскальної політики окремої країни-члена ЄВС, хоча і погіршує умови додержання принципів конвергенції³.

Існуючі дослідження цієї проблеми можна умовно поділити на такі групи:

- теоретичні розвідки функціонування макроекономічного механізму провідних економістів різних напрямів – від кейнсіанців і монетаристів аж до школи пропозиції та нової макроекономіки;
- дослідження ефективності стабілізаційної політики урядів і центробанків, порівняння відносної ефективності такої політики в розрізі монетарних і фіскальних інструментів⁴;
- обґрунтування необхідності фіскальної дисципліни для досягнення цінової стабільності, що, по суті, відбиває бачення принципів побудови моделі координації політики⁵; модельна інтерпретація оптимального поєд-

² *Blinder A.* Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy // Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, 1987. – P. 3–5.

³ Европейский экономический и валютный союз: предварительные итоги и перспективы развития // МЭиМО. – 2005. – № 5. – С. 3–15; *Козюк В.* Фіскальна політика в Європейському валютному союзі: проблеми автоматичної стабілізації та конвергенції // Фінанси України. – 2006. – № 6. – С. 57–67.

⁴ Див. напр.: *Andersen L., Jordan J.* Monetary and Fiscal Actions: A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilization // Federal Reserve Bank of St.Louis Review. – 1968. – № 50. – P. 11–24; *Andersen L., Carlson K.* A Monetarist Model for Economic Stabilization // Federal Reserve Bank of St.Louis Review. – 1970. – № 52. – P. 7–25; *Alesina A., Summers L.* Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence // Journal of Money, Credit, and Banking. – 1993. – № 25. – P. 151–162; *Cecchetti S.* The New Economy and The Challenges for Macroeconomic Policy // NBER Working Paper. – 2002. – № 8935. – P. 1–30.

⁵ Такі дискурси, здебільшого, присвячені аналізу ЄВС, але вони релевантні сучасній економіці як такої. Див., зокрема: *Duisenberg W.* The ESCB's Stability-Oriented Monetary Policy Strategy // Speech in Dublin, November 10, 1998 // www.ecb.int; *Issing O.* The Role of Fiscal and Monetary Policies in the Stabilisation of the Economic Cycle // Speech in Mexico City, November 14, 2005 // www.ecb.int.

нання фінансової та монетарної політики для максимізації тієї чи тієї функції (стабілізація ВВП, інфляції, зростання державного боргу, підтримання довгострокової платоспроможності уряду тощо) за наявних рестрикцій (рікардіанська/нерікардіанська боргова стратегія і, відповідно, поведінка економічних агентів, жорстка/гнучка поведінка цін чи зарплат, формальні обмеження на ту чи ту політику, ефективність дотримання правила тощо)⁶;

– евентуальний аналіз процесів координації, виявлення відповідних макроекономічних та інституційних напрямків змін у сфері взаємодії урядів і центробанків⁷ тощо.

У контексті останнього виявляється тенденція до поступової втрати моделлю Манделла – Флемінга ролі базового теоретичного підґрунтя координації⁸ та посилення синтетичної моделі, що ґрунтується на інтеграції кейнсіанського принципу автоматичної стабілізації з неокласичною апологетикою радикальної цінової стабільності⁹. Дещо інше формулювання знаходимо у Р.Манделла: додержання стабільності цін, помножене на мінімізацію державного навантаження на економіку, дає кращий результат для довготривалого економічного зростання, ніж інфляціоністська акомодативна політика (політика пристосування до шоків за рахунок створення штучних стимулів до вирівнювання сукупного попиту на певному часовому інтервалі) та масштабний суспільний сектор¹⁰.

З огляду на те, що описаний Манделлом імператив ефективного макроекономічного механізму може мати варіанти щодо імплементації, потребує детальнішого аналізу поєднання старого кейнсіанського рецепту автоматичної стабілізації з сучасною практикою орієнтації монетарної по-

⁶ Ранній аналіз проблеми див.: *Blinder A.* Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy. – Р. 3–34. Тут стандартний інструментарій теорії ігор (дилема в'язня та її варіації) поєднується з аналізом монетаризму і теорії динамічної інконсистентності. Сучасні дослідження більше уваги звертають на те, що забезпечення цінової стабільності сприймається як точка відліку для побудови оптимальної моделі координації: *Lambertini L., Rovelli R.* Monetary and Fiscal Policy Coordination and Macroeconomic Stabilization. A Theoretical Analysis // *Dipartimento di Scienze Economiche Universita di Bologna.* – 2003. – April 4. – Р. 1–35. Зокрема, якщо цінова стабільність є змінною у функції уряду, а не тільки центрального банку, то не має значення, хто буде лідером у "макроекономічній грі": уряд чи центральний банк, оскільки рівновага за Стакелбергом завжди буде краще рівноваги за Нешем. Пріоритет цінової стабільності як відправний пункт координації є найкращим засобом підвищення ефективності взаємодії монетарних і фінансових органів порівняно з альтернативним вибором цільової функції, стверджують дослідники: *Adam K., Bili R.* Monetary Conservatism and Fiscal Policy // *ECB Working Paper.* – 2006. – № 663. – Р. 3–48. Ці дослідження суттєво відрізняються від тих, що виконані в часи, коли антиінфляційна політика центробанку сприймалася як така, що опонує політиці уряду, тобто координацію розглядали, здебільшого, під кутом зору того, як забезпечити незалежність монетарних органів від втручання з боку уряду задля досягнення найкращого результату у сфері контролю за інфляцією. Див.: *Debelle G., Fischer S.* How Independent Should a Central Bank Be? // *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policy.* – Federal Reserve Bank of Boston. – 1994. – Conference Series № 38. – Р. 195–221.

⁷ *Laurens B., Piedra E. de la.* Coordination of Monetary and Fiscal Policies // *IMF Working Paper.* – 1998. – WP/98/25. – Р. 1–32.

⁸ *Dodge D.* The Interaction between monetary and fiscal policies // *BIS Review.* – 2002. – № 28. – Р. 1–10.

⁹ *Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M.* Macroeconomic Policy and Economic Performance // *OECD Economic Department Working Papers.* – 2003. – № 353. – Р. 1–65.; *Козюк В.В.* Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль, 2005. – С. 99–111.

¹⁰ *Манделл Р.* Ретроспективний взгляд на XX век: Нобелевская лекция // *Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон.* – М., 2002. – С. 329–353.

літики на забезпечення цінової стабільності. Зокрема, саме в такому контексті вибудовується інституційний каркас моделі макроекономічного регулювання в Європейському валютному союзі, а події в США початку 2000-х років довели потенційну ефективність цього поєднання. Реалізація вказаної моделі мікс-політики (*policy-mix*) у провідних геоекономічних центрах вимагає також аналізу з позиції того, наскільки ця модель вписується у процеси глобалізації, що привносять в економіку і суспільне життя гомогенність та конвергенцію. В цій статті поставлено за мету проаналізувати еволюцію поглядів на проблему координації фіскальної та монетарної політики, провести емпіричний аналіз мікс-політики у практиці провідних країн і груп країн, а також дати оцінку отриманих результатів з позиції розвитку процесів глобалізації. При цьому координацію розумітимемо як традиційну для західної науки сукупність дій урядів і центральних банків на макроекономічному рівні щодо впливу на сукупний попит (такі аспекти взаємодії між урядами і монетарними органами, як касові потоки бюджету, боргові операції в контексті функціонування грошового ринку, не є предметом цієї статті, оскільки відбивають не так макроекономічний, як технічний вимір цієї взаємодії і спираються на специфічне теоретичне підґрунтя). Для аналізу використано базові показники: бюджетний дефіцит (фіскальна політика) та інфляція (монетарна політика), оскільки саме вони відбивають дії урядів і центробанків щодо коливань ділової активності шляхом пристосування сукупного попиту до цільового чи потенційного значення ВВП, тобто виступають як інструменти стабілізаційної політики. У разі монетарної політики показник інфляції, а не, скажімо, грошової маси чи відсоткової ставки обрано з огляду на неокласичну традицію монетарного аналізу. Саме інфляція та її варіація відбивають кінцевий результат монетарних дій, при цьому враховується не тільки поведінка центробанку щодо монетарної експансії/рестрикції, а і реакція сукупної пропозиції на це.

Імперативи макроекономічної політики було закладено за часів міжнародного золотого стандарту (1870–1913). Хоча на той час питання про координацію фіскальної та монетарної політики не стояло, за пріоритет вважали у монетарній площині – підтримання розмінності банкнот на золото (тобто підтримання фіксованих курсів і жорстку орієнтацію на грошову стабільність), а у фіскальній – дотримання правила "здорових фінансів", або логіку бездефіцитних бюджетів¹¹. Природно, що за таких умов ані фіскальну, ані монетарну політику ні у скоординованому варіанті, ні окремо, не розглядали як стабілізаційні інструменти. З одного боку, це обумовлено відсутністю теоретичного обґрунтування необхідності здійснювати макроекономічне пристосування до шоків і боротися з циклами, з іншого – тогочасна економіка була гнучкішою, внаслідок чого пристосування до нових рівноважних умов відбувалося за рахунок не реальних, а номінальних величин¹².

¹¹ Bordo M., Rockoff H. The Gold Standard as a "Good Housekeeping Seal of Approval" // Journal of Economic History. – 1996. – № 56 (2). – P. 389–428; Bordo M. Monetary Policy Regimes, the Gold Standard, and the Great Depression // NBER Research Summary. – 2000. – P. 1–4.

¹² Слід зауважити, що екстраполяція моделі Манделла – Флемінга на епоху золотого стандарту дає суперечливий результат. Так, відповідно до неї, за фіксованих курсів ефективним інструментом впливу на сукупний попит є фіскальна політика. Але саме правило бездефіцитних бюджетів було ознакою "здорових фінансів" тих часів, через що ця модель координації фіскальної та монетарної політики не можна вважати адекватним ґносеологічним засобом дослідження макроекономічного регулювання.

Кейнсіанська революція змінила уявлення про роль фінансової та монетарної політики та їх координацію. Апологетика циклічного згладжування, вийшовши на авансцену практичного впровадження кейнсіанських рецептів, потребувала нового бачення взаємозв'язку між політиками уряду і центрального банку. Найудалішим став доробок Е.Хансена, який запропонував систему автоматичних стабілізаторів і дискретних дій. Він поділив заходи антициклічної політики на три групи: 1) вмонтовані механізми гнучкості (вмонтовані стабілізатори); 2) автоматично діючі компенсуючі контрзаходи; 3) керовані програми компенсування¹³. Якщо заходи першої групи стосуються автономного реагування бюджетної системи на зміни ділового циклу, а заходи третьої – додаткових заходів бюджетної політики, що потребують додаткового схвалення представницькою владою, отже, перша і третя групи стосуються заходів фінансової політики, то заходи другої групи стосуються монетарної політики. Поєднання такого бачення антициклічної політики з емпіричними даними і теоретичними узагальненнями, які згодом концептуалізувалися в одіозну криву Філіпса, на довгий час (1950–1960-і роки) визначило характер системи макрополітики розвинених країн, притому, що вже тоді існувало скептичне ставлення до ефективності моделі політики, яка ігнорує довготермінову динаміку цін¹⁴.

З альтернативою кейнсіанству виступив М.Фрідмен, який запропонував досить простий варіант того, як мають поєднуватися монетарна і фінансова політика для досягнення найстабільнішого розвитку економіки без інфляції. На його думку, бюджетні дефіцити є провідними джерелами дестабілізації грошової пропозиції, отже, повернення до збалансованих бюджетів є найкоротшим шляхом до усунення спотворень у траєкторіях грошових агрегатів. Центральний банк має забезпечити стабільний приріст грошової маси, який буде наперед відомий економічним агентам, отже, не викликатиме у них побоювань інфляціоністської політики в разі короткотермінових труднощів у сфері циклічних коливань і повністю поглинатиметься за рахунок приросту реальних трансакцій. Доведення ж нерелістичності припущення про те, що економіка в перманентному стані стикається з альтернативою інфляції чи безробіття, стало наріжним каменем обґрунтування неефективності стабілізаційної політики¹⁵.

Емпіричне продовження лінії аргументів Фрідмена, що згодом здобуло назву Сентлуїсської моделі, продемонструвало, що монетарна політика має перевагу як стабілізаційний інструмент порівняно з фінансовою, що обумовлено її більшою гнучкістю і коротшими та передбачуваними лагами¹⁶. С.Кечетті, один із прибічників такого погляду, стверджує, що в умовах сучасної інноваційної економіки з її швидкими структурними зрушеннями фінансова політика має задавати довгостроковий тренд у динаміці макропараметрів, який визначається величиною податкового навантаження, а

¹³ Хансен Э. Экономические циклы и национальный доход // Классики кейнсианства: В 2-х т. – Т. II. – Ч. III–IV. – М., 1997. – С. 354–356.

¹⁴ Геблер И. Макроэкономика. – К., 1993. – С. 318–319; Волобуев В. Эволюция модели смешанной экономики и бюджетная макростратегия в США // МЭ и МО. – 2001. – № 4. – С. 21–29; Dodge D. The Interaction between monetary and fiscal policies // BIS Review. – 2002. – № 28. – P. 1–10.

¹⁵ Фридмен М. Роль монетарной политики // Если бы деньги заговорили... – М., 1999. – С. 126–146; Фридмен М. Инфляция и безработица: горизонты новой политики: Тезисы нобелевской лекции // Если бы деньги заговорили... – С. 147–150.

¹⁶ Andersen L., Jordan J. Monetary and Fiscal Actions: A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilization. – P. 11–24; Andersen L., Carlson K. A Monetarist Model for Economic Stabilization. – P. 7–25.

монетарна політика – стати інструментом стабілізації короткотермінових мінливих збурень, оскільки вона має природну гнучкість, необхідну для цього¹⁷. Водночас він обґрунтовує, що сучасні позитивні зміни в монетарній політиці, які розуміються в категоріях мінімізації варіації інфляції та варіації ВВП, впливають не з об'єктивних обставин, пов'язаних із глобалізаційним підвищенням конкуренції та послабленням монополізму в ціноутворенні, а з удосконалення діяльності центральних банків¹⁸ (підвищення незалежності, транспарентність, забезпечення цінової стабільності, здобуття довіри, таргетування інфляції, орієнтація на раціональні очікування).

Розвиток теорії раціональних очікувань продовжив лінію аргументів щодо визнання стабілізаційної політики повністю неефективною як у монетарному, так і у фіскальному виконанні. Найкращим варіантом реалізації макрополітики є її здійснення на підставі правила, що усуває динамічну інконсистентність і маніпулювання можливостями короткострокового стимулювання ВВП і зайнятості за рахунок створення неочікуваних інфляційних стимулів для сукупного попиту¹⁹.

Незважаючи на те, що концептуальне бачення ефективної реалізації мікс-політики прямувало в бік обґрунтування негативних наслідків дискреційності в поведінці фіскальних і монетарних органів, практично весь період 1980-х років продемонстрував суперечливу ситуацію довкола координації заходів урядів і центробанків. Це помітно контрастує з ситуацією 1990-х років. Так, у першому випадку основною проблемою для більшості розвинених країн виявилось те, що перехід монетарної політики на засади монетаризму з характерним таргетуванням приросту грошових агрегатів задля забезпечення стабілізації та зниження інфляції результував у різкому зростанні структурного безробіття і структурних бюджетних дефіцитів. Останнє було зумовлено цілим набором факторів: високе структурне безробіття кінця 1970-х років; недовіра до жорсткої монетарної політики, внаслідок чого рівноважні рівні зайнятості падали, відповідно до неокласичної макроекономічної моделі; бюджетні дефіцити втратили роль автоматичного стабілізатора в кейнсіанському розумінні, оскільки накопичені на той час державні борги вже не давали можливості маніпулювати рівнем первинного бюджетного дефіциту з антициклічною метою тощо. Внаслідок цього відбулося розщеплення цільових функцій і характеру фіскальної та монетарної політики. Перша стала об'єктом впливу з боку колишнього кейнсіанського експериментування з "точним налаштуванням" і поточних негативних наслідків жорсткої монетарної політики, що не користувалася довірою, а друга, загалом здійснюючись у правильному напрямку, вела до надмірно поганого результату в реальному секторі, що породжувало невпевненість в обраному антиінфляційному курсі як через безробіття, так і через пасивне зростання бюджетних дефіцитів²⁰. У 1990-х

¹⁷ *Cecchetti S.* The New Economy and The Challenges for Macroeconomic Policy // NBER Working Paper. – 2002. – № 8935. – P. 1–30.

¹⁸ Див.: *Cecchetti S., Flores-Lagunes A., Krause S.* Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross Country Analysis // NBER Working Paper. – 2004. – № 10973.

¹⁹ *Barro R., Gordon D.* Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy // Journal of Monetary Economics. – 1983. – № 12. – P. 101–120; *Barro R.* Unanticipated Money Growth and Economic Activity in the United States // Money Expectations and Business Cycles in Macroeconomics. – New York: Academic Press, 1981. – P. 137–169; *Lucas R.* Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs // American Economic Review. – 1973. – № 63/3. – P. 326–334.

²⁰ *Clinton K., Chourqui J-K.* Monetary Policy in the Second Part of 1980s: How much Room for Maneuver? OECD Department of Economics and Statistics Working Papers. –

роках, особливо в першій половині, простежується принципово інша ситуація: реформування центральних банків на засадах підвищення незалежності та делегування мандату на забезпечення цінової стабільності кореспондувало з поступовим усвідомленням значних негативних наслідків бюджетних дефіцитів, що віддзеркалилося в запровадженні обмежень на їх експансію (правила бездефіцитних бюджетів у США і Канаді, маастрихтські критерії конвергенції були швидко стереотипізовані, внаслідок чого розроблення різного роду правил фінансової політики щодо бюджетного дефіциту, державного боргу і здійснення фінансових процедур стали ознакою більшості розвинених країн)²¹. Під впливом дискусій між неокласиками і нео- та новими кейнсіанцями почали розуміти в радикально інший спосіб і стабілізаційну гнучкість макроекономічної політики: органи макрополітики можуть ефективно здійснювати стабілізацію короткострокових коливань ВВП тільки тоді, коли користуються довірою, а принцип цінової стабільності залишається непорушним, причому чим більшою довірою вони користуватимуться, тим вищу гнучкість зможуть собі дозволити. Саме таке бачення точок відліку для координації фінансової та монетарної політики поступово почало кристалізуватися у практичній діяльності урядів і центральних банків.

Незважаючи на те, що в середині 1990-х років проблема бюджетних дефіцитів у розвинених країнах уже втратила актуальність, а успіхи у стабілізації інфляції та підтриманні цінової стабільності стали очевидними, глобалізація і пов'язана з нею висока мобільність капіталів та фінансова і торговельна відкритість вимагали нового погляду на проблему координації.

Постало питання, як забезпечити реагування на макроекономічні шоки (тим більше що чутливість до них мірою підвищення відкритості може посилюватися) за допомоги стабілізаційних заходів (розумітимемо їх не стільки як стимулювання ВВП і зайнятості з метою підвищення природного рівня завантаження виробничих потужностей, скільки як спроби пом'якшити негативні наслідки несприятливої циклічної ситуації), притому, що монетарна політика використана бути не може. В умовах глобалізації нейтральність монетарної політики тільки зростає, погіршуючи ситуацію навколо стагфляційної залежності інфляції та безробіття²²; ризик макрофінансової дестабілізації внаслідок інфляційного зміщення політики підвищується мірою залучення економіки країни у глобальні потоки капіталу²³; діловий цикл та інфляція внаслідок зростаючого значення зовнішньої торгівлі у структурі ВВП утрачають свій звичний зв'язок²⁴; інституційні рефор-

1987. – № 39. – Р. 1–68; The evolution of central banking / BIS 67th Annual Report. – Basle: BIS, 2001. – Р. 140–160. Див. також: *Козюк В.В.* Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – С. 46–72.

²¹ *Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M.* Macroeconomic Policy and Economic Performance. – Р. 1–65; *Noyer C.* The euro in 2000: principal features of the ECB's monetary policy // www.ecb.int; *Hogeveg G.* Regional Monetary Arrangements – Lessons from the Euro Area / Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16–17, 2002 // IMF Seminars and Conferences Paper. – 2002. – Р. 1–13; *Fischer S.* Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. – 1995. – № 5064. – Р. 1–55.

²² *Козюк В.В.* Зв'язок між інфляцією і безробіттям у світі глобалізації та відкритості економіки // Журнал європейської економіки. – 2004. – Т. 3 (№ 3). – С. 262–276.

²³ *Wagner H.* Implications of Globalization for Monetary Policy // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/184. – Р. 1–62.

²⁴ How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – Р. 97–134.

ми центральних банків формалізують необхідність здійснення монетарної політики в напрямку забезпечення цінової стабільності. Отже, пом'якшення шоків і пристосування до них має взяти на себе автоматична стабілізація фіскальної політики. Саме в контексті глобалізації та усвідомлення неефективності активістської політики в сучасних умовах формується інтеграція старого кейнсіанського бачення автоматичної стабілізації з неокласичною парадигмою цінової стабільності.

З емпіричної точки зору, рис. 1 і 2 підтверджують, що за період 1995–2006 років у розвинених країнах простежується набагато щільніший протилежний зв'язок між темпами зростання ВВП і рівнем бюджетних дисбалансів порівняно з розгортанням динаміки виробництва та інфляції впродовж циклу в одному напрямку.

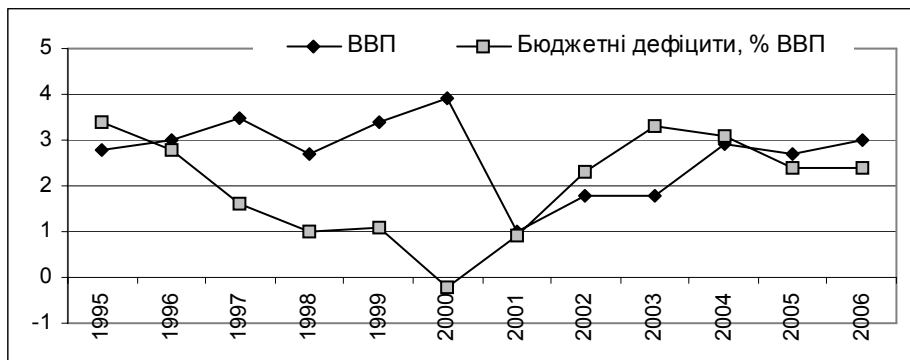


Рисунок 1. Динаміка ВВП і бюджетні дефіцити в розвинених країнах у 1995–2006 роках

Джерело: обрховано за: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2004; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2006.

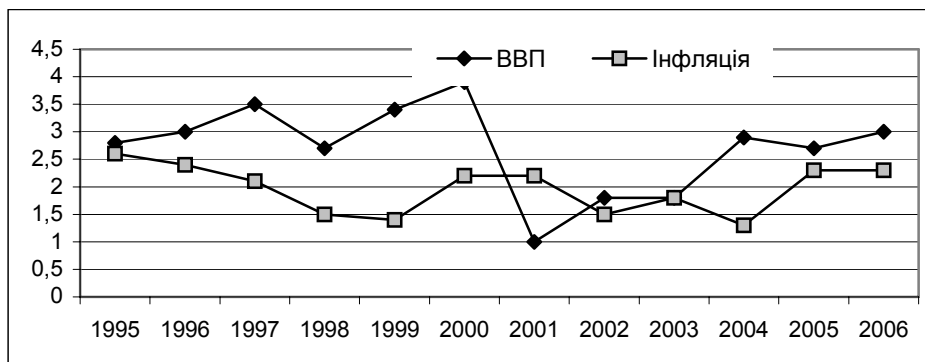


Рисунок 2. Динаміка ВВП та інфляція в розвинених країнах у 1995–2006 роках

Джерело: обрховано за: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2004; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2006.

Детальніший аналіз зв'язку між динамікою ВВП, бюджетними дефіцитами та інфляцією дозволяє уточнити вказану загальну тенденцію (табл. 1).

Як видно з табл. 1, для всіх розвинених країн бюджетний дефіцит щільніше негативно корельований із динамікою ВВП, аніж з останньою позитивно корельована інфляція, що свідчить про те, що фіскальна полі-

тика більшою мірою є антициклічною за монетарну. Ще яскравіше це виражено у країнах, що розвиваються. Тут рівень дефіцитності бюджетів практично повністю збігається з глибиною економічних спадів, водночас інфляція є набагато більш проциклічною, ніж у розвинених країнах, що демонструє м'якшу політику пристосування до шоків у перших порівняно з останніми.

Таблиця 1

Кореляції між ВВП, бюджетними дефіцитами, інфляцією і поточним рахунком платіжного балансу (1995–2006)

Показники	Усі розвинені країни	США	Зона євро	Японія	Розвинені країни (без США, зони євро, Японії)	Країни, що розвиваються
ВВП і бюджетний дефіцит	-0,24	-0,05	-0,31	-0,15	-0,19	-0,91
ВВП та інфляція	0,08	-0,15	-0,45	0,02	-0,02	0,19
ВВП і поточний рахунок	0,20	0,18	-0,39	-0,17	-	-0,50*
Бюджетний дефіцит і поточний рахунок	0,02	0,39	-0,49	-0,1	-	-

* Тільки розвинені країни Азії.

Джерело: обраховано за: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2004; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2006.

Ця логіка підтверджується кореляцією між бюджетом і платіжним балансом. Для США є характерною позитивна істотна кореляція, тобто дефіцит бюджету нагнітає попит, який не реалізується у стимулюванні американського ВВП, а призводить до збільшення імпорту (див. різницю в кореляціях між бюджетним дефіцитом і ВВП та дефіцитом і поточним рахунком у США в табл. 1), а для ЄВС – негативна: коли бюджет стабілізує ВВП (спад), існує тенденція до зовнішнього дефіциту, а коли має місце економічне зростання, зовнішній профіцит співіснує із зменшенням дефіцитності бюджету. Тобто в європейській економіці за вищої чутливості до експортних стимулів зростання активізація стабілізаційної функції бюджету співіснує із стагнацією в експортному секторі і навпаки, натомість у США фіскальна експансія, радше, погіршує платіжний баланс, аніж стабілізує ВВП.

Слід зазначити, що дані щодо кореляції між аналізованими показниками не дають повного уявлення про використання фіскальної та монетарної політики у стабілізаційних цілях, отже, про характер їх координації. Щоб дещо розширити це уявлення, наведемо порівняння варіаційних значень досліджуваних макроекономічних показників: дисперсія зростання ВВП відбиватиме амплітуду циклічних коливань; дисперсія бюджетного дефіциту – застосування фіскальних інструментів як автоматичних стабілізаторів (відсутність коливань в обсягах дефіциту, незалежно від рівня самого дефіциту, виступить свідченням відсутності дії механізму автоматичної стабілізації); дисперсія інфляції – характер реакції центробанків на циклічні процеси (зауважимо, що тут не взято до уваги такі інструментальні змінні, як грошова маса і відсоткова ставка, оскільки варіація їх закладається у варіацію кінцевого результату монетарних акцій – інфляції, яку неокласична теорія розглядає як фактор циклічних процесів, тобто наскільки фактичне зростання цін відрізнятиметься від очікуваного безвідносно

до характеру поведінки проміжної змінної, наприклад, грошової маси чи відсоткової ставки). Результат обрахунків наведено в табл. 2.

Таблиця 2

Дисперсії макроекономічних показників (1995–2006)

Показники	Усі розвинені країни	США	Зона євро	Японія	Розвинені країни (без США, зони євро, Японії)	Країни, що розвиваються
ВВП	0,66	1,29	0,76	1,88	1,31	1,47
Бюджетний дефіцит	1,27	4,72	0,98	1,87	1,39	1,14
Інфляція	0,20	0,54	0,25	0,54	0,53	30,76
Внутрішнє споживання	0,58	1,21	0,98	1,5	1,60	-
Внешній рахунок	0,46	3,30	0,31	0,35	-	8,50*

* Тільки розвинені країни Азії.

Джерело: обраховано за: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2004; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2006.

Як видно з табл. 2, всі розвинені країни відповідають припущенню, що фіскальна політика виконує роль автоматичного стабілізатора, а монетарна націлена на забезпечення цінової стабільності. Про це свідчить те, що варіативність бюджетного дефіциту тут є вищою за варіативність ВВП (це стосується і внутрішнього споживання), а остання практично завжди в кілька разів є вищою за варіативність інфляції. З цього випливає, що міксополітика в розвинених країнах набуває вигляду функціонального поділу в системі макроекономічних заходів. Фіскальній політиці відведено роль автоматичної стабілізації, внаслідок чого на бюджет припадає основне навантаження з пристосування і компенсації шоків, а монетарній – забезпечення сталості рівня цін. Що стосується останньої, то стабілізаційна поведінка центробанків є можливою в короткостроковому періоді та в межах реалізації принципу цінової стабільності. Цей базовий орієнтир монетарної політики демонструє рис. 2: у розвинених країнах упродовж 10 років інфляція не перетнула позначки 3%, а сама політика цінової стабільності перетворилася на фактор структурних трансформацій сучасної економіки²⁵.

У такий спосіб у розвинених країнах утверджується нова модель координації фіскальної та монетарної політики, яка інтегрує кейнсіанські та неокласичні концепції і віддзеркалює намагання поєднати жорсткість (цінова стабільність) із гнучкістю (автоматичні стабілізатори), що, в підсумку, дозволяє оптимізувати макроекономічні та соціальні процеси²⁶, зберігаю-

²⁵ Про те, що з ціновою стабільністю як домінантою завдань центробанків пов'язані структурні зрушення новітнього типу, див.: *White W.* Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – Р. 2–20; *Borio C., English W., Filardo A.* A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy // BIS Papers. – 2003. – № 19. – Р. 1–59. Більшість таких змін зводиться до того, що в умовах стабільної низької інфляції основним фактором макроекономічної нестабільності стає фінансовий сектор, який має сприятливі перспективи для експансії, оскільки зростає рівноважна схильність до ризикової поведінки, а глобальна інтеграція фінансових ринків підсилює все це за рахунок ефекту масштабу, ефекту мережі тощо.

²⁶ Особливо яскраво це простежується на прикладі Німеччини і Франції, які впродовж 2002–2005 років порушували маастрихтський критерій євроконвергенції щодо бюджетного дефіциту, посилаючись на те, що затяжна структурна криза потре-

чи при цьому базові макроекономічні рамкові умови для інноваційності та конкурентності економіки. Саме такий варіант мікс-політики узгоджується з формалізованими дослідженнями координації заходів урядів і центробанків²⁷. У країнах, що розвиваються, цей процес, щоправда, повною мірою не простежується. Незважаючи на те, що бюджетний дефіцит щільно обернено корелює з циклом (див. табл. 1), його варіативність незначна і є меншою за варіативність ВВП та інфляції (див. табл. 2.). Досить високий показник її дисперсії порівняно з розвиненими країнами зумовлений вищим початковим рівнем дезінфляційного тренду, хоча це і не спростовує факту вищої нестабільності інфляції в цих країнах і суттєвих проблем у сфері монетарної політики. Виявлена закономірність, яка контрастує з досвідом розвинених країн, кореспондує з проблемою нестабільності макроролітики у країнах, що розвиваються, що пов'язана з високим ступенем пристосування до циклічних процесів²⁸.

З теоретичної позиції аналізу процесів глобалізації дані табл. 1 і 2 демонструють суперечливу ситуацію. Радикальні інтерпретації глобалізації виходять із того, що ринкові процеси, які діють безвідносно до державних кордонів і юрисдикцій окремої країни, мають повністю трансформувати державу та її атрибути, включно з інституціями політики²⁹. Така трансформація має відповідати пониженню статусу держави та її своєрідній капітуляції перед транснаціональними чи глобальними компаніями, які перетворюють світ на ринковий континуум. Природно, що, приймаючи тенденцію до конвергенції як одну з фундаментальних ознак трансформаційних змін, які привносить глобалізація, слід було б очікувати уніфікації варіантів макроекономічного регулювання, зокрема, засад, на яких ґрунтується мікс-політика. Водночас у світлі виявленого функціонального поділу ролей між фіскальною і монетарною політикою щодо поєднання гнучкості та жорсткості в політиці координації можна побачити відсутність такої уніфікації в розвинених країнах і країнах, що розвиваються. Більше за те, процес конвергенції щодо імплементації принципу автоматичної стабілізації та цінової стабільності в межах розвинених країн не має сили, достатньої для повної уніфікації. Навіть побіжний аналіз даних табл. 1 і 2 дозволяє побачити відмінні параметри реакцій фіскальних і монетарних інструментів на циклічні процеси, отже, спостерігаємо множину варіантів утілення стабілізуючої ролі бюджету і ролі центробанків щодо забезпечення цінової стабільності. Передумовами цього є: відмінний характер циклічних проце-

бує значних соціальних витрат. Оскільки реформування соціальних систем не може відбуватися дуже швидко, бюджетні дефіцити у такий спосіб дозволяють компенсувати суттєві втрати добробуту. Іншим прикладом може бути Японія. Боротьба з дефляцією і рецесією впродовж практично всіх 1990-х років і початку 2000-х супроводжувалася нагромадженням державного боргу, а середні бюджетні дефіцити за цей період перевищили 5%, що можна вважати спробою використання фіскальної політики як інструменту стимулювання сукупного попиту. США демонструють таке: значні військові видатки, починаючи з 2001 року, відображають політичний характер затребуваності бюджетного дефіциту і більш експансивної фіскальної політики. Останнє, зокрема, зумовлено дефляційним шоком 2001–2003 років.

²⁷ Adam K., Bili R. Monetary Conservatism and Fiscal Policy // ECB Working Paper. – 2006. – № 663. – Р. 3–48.

²⁸ Fraga A., Golfain I., Minella A. Inflation Targeting in Emerging Markets Economies // NBER Working Paper. – 2003. – № 10019 // www.nber.org.

²⁹ Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. – К., 2002; Мартен Д., Мецжер Ж-Л., П'єр Ф. Соціологія глобалізації. – К., 2005.

сів³⁰; відмінний інституційний каркас органів макрополітики (це стосується як мандату центрального банку, його функції реакцій, так і характеру бюджетної системи видатків на соціальний захист чи еластичності реакцій податків на діловий цикл); відмінні традиції та бачення основних принципів макрорегулювання. Табл. 2 яскраво ілюструє, що американська економіка є найбільш волатильною у тріаді, а європейська – найстабільнішою. Це стосується і платіжних дефіцитів. Найбільш варіативні вони в США. Беручи до уваги, що поточний рахунок США найщільніше позитивно корельований із динамікою ВВП і бюджетним дефіцитом, можна побачити, що істотніша схильність органів макрополітики країни корегувати діловий цикл³¹ може перетворитися на фактор глобальної нестабільності, оскільки саме з характером зовнішньої нерівноваги Америки пов'язують більшість алокаційних процесів у глобальній економіці, особливо у сфері глобальних фінансів³².

Отже, можна підсумувати, що розвиток теорії щодо характеру координації фіскальної та монетарної політики демонструє суттєві зміни у тлумаченні ролі урядів і центральних банків у системі стабілізаційних і корегуючих цикл заходів, починаючи від епохи золотого стандарту і закінчуючи неокласикою. Сучасний варіант такої координації в розвинених країнах спирається на поєднання кейнсіанського бачення фіскальної політики як автоматичного стабілізатора і неокласичного розуміння необхідності здійснення жорсткої монетарної політики, зорієнтованої на забезпечення цінової стабільності. Такий варіант мікс-політики відбиває необхідність поєднати гнучкість із жорсткістю: фіскальна політика пом'якшує шоки за рахунок автоматичного пристосування податків/видатків до стану циклу, а монетарна забезпечує неухильне дотримання цінової стабільності. Це багато в чому зумовлене глобалізацією (в ЄВС також централізацією монетарної політики), оскільки ризики макростабілізацій, спричинені коливаннями інфляції та її зростанням, суттєво зростають, а сама монетарна політика стає дедалі нейтральнішою. Наведені емпіричні дані підтверджують становлення такої моделі координації. Щоправда, в розвинених країнах існують відмінності в її практичній імплементації, а країни, що розвиваються, не підпадають під таке узагальнення. В контексті теорії глобалізації це є свідченням того, що остання не гомогенізує базові принципи зв'язку між державою-нацією і характером макроекономічної політики повною мірою, хоча принцип фіскальної гнучкості та монетарного консерватизму в розвинених країнах набув поширення.

³⁰ *McAdam P.* US, Japan, and Euro Area: Comparing Business-Cycle Features // ECB Working Paper. – 2002. – № 183. – P. 5–19.

³¹ Порівнявши варіативність ВВП та інфляції в США і Німеччини за 1960–1992/3 роки, Ст.Фішер доходить висновку, що намагання корегувати цикл є властивішим явищем для перших, натомість Бундесбанк більшою мірою прихильний до жорсткого дотримання політики цінової стабільності (*Fischer St.* Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. – 1995. – № 5064. – P. 45). Сучасні дані підтверджують таку закономірність: за 1995–2006 роки дисперсія інфляції в США склала 1,01, а в ЄВС – 0,25, натомість дисперсія зростання ВВП відповідно – 1,29 і 0,76. (Обраховано за: *World Economic Outlook*. – Wash. (D.C.): IMF, 2006).

³² Наприклад, це стосується курсів долар/євро, структури деномінації міжнародних офіційних і приватних трансакцій, схильності глобальних інвесторів до ризику, спрямування глобальних інвестиційних потоків, складу глобальних інвестиційних портфельів тощо. Див.: *Globalization and External Imbalances* // *World Economic Outlook*. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 109–156; *Lane Ph., Milesi-Ferretti G.-M.* Examining Global Imbalances // *Finance and Development*. – 2006. – March. – Vol. 43. – № 1. – P. 1–14.

